BIJLAGE II

Behorende bij het advies aan de minister van Infrastructuur en Milieu over de vaststelling van gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet voor drinkwaterbedrijven voor 2016 en 2017

1 Inleiding

1. In deze bijlage gaat ACM in op de punten in de notitie van VEWIN, welke onderdeel is van de uitbreiding van de adviesaanvraag van de minister van Infrastructuur en Milieu.

2. Zoals genoemd in bijlage I behorende bij het advies, heeft ACM een conceptversie van het Brattle-rapport voor de drinkwaterbedrijven (hierna: Brattle-1) op 8 mei 2015 gezonden aan de betrokken partijen en hen in de gelegenheid gesteld hierop een zienswijze in te dienen. Mede op basis van deze zienswijzen heeft Brattle het rapport op enkele punten verduidelijkt (hierna: Brattle-2)[1].

3. ACM gaat in deze bijlage tevens in op de zienswijzen die zijn ontvangen en geeft voor de belangrijkste onderdelen van de verschillende zienswijzen een reactie. Daar waar de zienswijzen hebben geleid tot aanpassing van het Brattle-1 rapport is dat vermeld. De zienswijzen zelf zijn eveneens toegevoegd als aparte bijlagen bij het advies.

4. Op 28 mei 2015 heeft ACM een reactie ontvangen van de Vereniging van waterbedrijven in Nederland (hierna: VEWIN) en van de Vereniging voor Energie, Milieu en Water (hierna: VEMW).

5. Bovengenoemde notitie en zienswijzen van VEWIN en VEMW worden achtereenvolgens besproken.

2 Notitie en Zienswijze VEWIN

6. Via de uitbreiding van de adviesaanvraag van de minister van Infrastructuur en Milieu is ACM op de hoogte gesteld van een notitie van VEWIN. Deze notitie bevat verschillende punten over de WACC voor drinkwaterbedrijven. ACM constateert dat enkele uitgangspunten – of de invulling ervan – buiten de kaders van de Drinkwaterregeling treden. Ook heeft VEWIN een zienswijze ingediend op Brattle-1. Enkele punten van de notitie en de zienswijze van VEWIN zijn gelijkluidend.

7. VEWIN geeft aan dat een lagere WACC zal leiden tot lagere tarieven, wetende dat de tarieven in de toekomst dienen te stijgen als gevolg van een grotere investeringsbehoefte. Bij een lagere WACC kunnen de drinkwaterbedrijven minder reserve opbouwen. VEWIN geeft daarnaast aan dat wisselingen in de WACC onzekerheid creëren, waardoor de sector minder aantrekkelijk wordt voor investeerders.

[1] The Brattle Group, The WACC for the Dutch drink water companies, 3 juli 2015, www.acm.nl.

8. In reactie op deze argumenten wijst ACM op de doelstelling van het bepalen van de WACC voor gereguleerde ondernemingen. De WACC stelt efficiënte bedrijven in staat om een redelijk rendement te behalen op het geïnvesteerde vermogen dat benodigd is als vergoeding voor de vermogensverschaffers. De WACC is een procentuele vergoeding op het vermogen en omvat zowel een vergoeding voor het vreemd vermogen als voor het eigen vermogen. Het uitgangspunt is dat dit redelijke rendement gelijk is aan dat van een efficiënt gefinancierd drinkwaterbedrijf. De WACC is niet (primair) bedoeld om te zorgen voor aanvulling van het eigen vermogen of voor de financiering van investeringen. Uit de bovenstaande argumenten concludeert ACM dat VEWIN uitgaven vermengt met kosten. Zodra investering is gedaan ontvangt het drinkwaterbedrijf de vermogenskostenvergoeding over die investering, en niet (primair) om toekomstige investeringen te kunnen financieren.

9. Daarnaast merkt ACM op dat de methodiek grotendeels stabiel is ten opzichte van het voorgaande advies. De verlaging in de hoogte van de WACC wordt met name veroorzaakt door de lagere risicovrije rente. Dit is een weerspiegeling van de situatie op de financiële markten.

10. VEWIN schetst in de notitie verschillen tussen kort en lang financieren. VEWIN stelt dat de gehanteerde methodiek voor de referentieperiode van de risicovrije rente dwingt tot het maken van bepaalde keuzes. Verder merkt VEWIN op dat de looptijd voor de vastgestelde WACC kan worden verlengd.

11. ACM stelt voorop dat voor het advies de adviesaanvraag van de minister van Infrastructuur en Milieu leidend is. Tevens uitgaande van het wettelijke kader volgt dat de risicovrije rente met een referentieperiode van 2 jaar en van vijf jaar wordt bepaald en dat het advies betrekking heeft op de jaren 2016 en 2017. De zienswijze van VEWIN leidt daarom niet tot een wijziging in het advies van ACM. Overigens merkt ACM op dat het toepassen van de WACC voor de drinkwaterbedrijven niet dwingt tot het maken van keuzes. Het staat elk drinkwaterbedrijf vrij om zelf keuzes te maken hoe zij zich financieren. Daarnaast merkt ACM op dat er ook toezichthouders zijn die een kortere referentieperiode voor de risicovrije rente hanteren. ACM acht de gehanteerde referentieperiode niet onredelijk.

12. VEWIN constateert dat de risicovrije rente en de rente-opslag in Brattle-1 wordt bepaald op basis van gegevens tot en met maart 2015, terwijl in het vorige advies uit werd gegaan van gegevens tot en met december 2012. VEWIN vindt dat ACM voor het huidige advies van gegevens tot en met december 2014 moet hanteren. Zo resulteert een consistente werkwijze en wordt de gelegenheid geboden de historische kosten op enig moment volledig tot uitdrukking te brengen in de drinkwatertarieven.

13. Bij het vaststellen van de WACC is ACM gericht op het zo goed mogelijk schatten van toekomstige ontwikkelingen. ACM beschouwt zo recent mogelijke historische gegevens als het beste vertrekpunt voor voorspellingen van de toekomst. Immers worden zo alle relevante omstandigheden op de financiële markten betrokken bij de vaststelling van de WACC. Daarom heeft ACM aan Brattle gevraagd om zo recent mogelijke gegevens te hanteren bij het opstellen van het rapport. Brattle is uitgegaan van een peildatum tot en met maart 2015. Overigens is het aan laten sluiten van peildata tussen verschillende adviezen geen doel op zich.

14. VEWIN geeft in de notitie en de zienswijze aan dat er geen recht wordt gedaan aan het uitgangspunt dat rekening wordt gehouden met de specifieke situatie van drinkwaterbedrijven. VEWIN geeft aan dat de wijze waarop de WACC doorwerkt in de tarieven in de drinkwatersector wezenlijk anders is dan bij andere sectoren. In de Nederlandse drinkwatersector is de WACC een plafond. VEWIN vindt daarom een opslag op de kostenvoet eigen vermogen binnen de WACC gerechtvaardigd. Daarnaast wijst VEWIN erop dat de Nederlandse drinkwaterbedrijven kleiner zijn dan de bedrijven in de vergelijkingsgroep. Om die reden vindt VEWIN dat er rekening gehouden moet worden met een opslag en verzoekt het toepassen van een Small Firm Premium (SFP) voor de drinkwatersector. Tot slot vindt VEWIN dat Brattle de gearing moet toetsen aan de specifieke financieringspositie van de Nederlandse drinkwatersector. VEWIN is van mening dat de gearing moet worden vastgesteld op 48%.

15. Voor het advies over de WACC stelt ACM zichzelf ten doel rekening te houden met de specifieke situatie voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. ACM geeft hier invulling aan door, waar relevant, voor de onderliggende parameters van de WACC aan te sluiten bij indicatoren die zo goed mogelijk overeen komen met de Nederlandse drinkwaterbedrijven. ACM is van mening dat hiermee wel voldoende recht wordt gedaan aan dit doel. De WACC is een weergave van het redelijk rendement op het geïnvesteerd vermogen voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven. Daarmee is het niet nodig of mogelijk om aan te sluiten bij de hoogte van parameters van de Nederlandse drinkwaterbedrijven zelf. ACM heeft dit tevens in Bijlage I toegelicht.

16. De door de minister van Infrastructuur en Milieu vastgestelde WACC wordt in de regulering van en het toezicht op de Nederlandse drinkwaterbedrijven gebruikt. Enerzijds dienen de drinkwaterbedrijven met de WACC rekening te houden in de vaststelling van de tarieven die zij in het opvolgende jaar hanteren. Anderzijds wordt de WACC gebruikt bij de toetsing van het daadwerkelijk behaalde rendement, die resulteert uit de gefactureerde tarieven en de gerealiseerde kosten. Er staat de drinkwaterbedrijven niets in de weg om bij de ramingen uit te gaan van de WACC die de minister vaststelt. Het behaalde rendement is afhankelijk van de gedragingen van de drinkwaterbedrijven zelf. Immers stellen de drinkwaterbedrijven zelf de (kosten)ramingen voor het volgende jaar op. Ook zijn zij zelf verantwoordelijk voor de kosten die in dat opvolgende jaar worden gerealiseerd. Op grond hiervan ziet ACM geen reden om de WACC voor de drinkwaterbedrijven opwaarts bij te stellen.

17. Met betrekking tot het toepassen van een SFP overweegt ACM het volgende. ACM heeft in 2012 het onderzoeksbureau Boer & Croon[2] onderzoek laten doen naar de toepassing van een SFP in gereguleerde sectoren. Aanleiding daarvoor was dat het Loodswezen van mening was dat in de WACC die voor het Loodswezen werd vastgesteld een SFP gerechtvaardigd was.

18. Boer & Croon concludeert als volgt:
Zoals beargumenteerd in 4.4 achten wij, ongeacht de grootte van de onderneming, het niet gebruiken van een SFP in een vrije markt het best verdedigbaar. Op basis van de karakteristieken van het Nederlandse Loodswezen zien wij geen aanleiding om voor het Loodswezen van deze conclusie af te wijken. Dat het Loodswezen opereert in een

[2] Boer & Croon, Additioneel onderzoek naar de Small Firm Premium, 31 augustus 2012, www.acm.nl.

gereguleerde markt in plaats van een vrije markt is niet van belang. Het opereren in een gereguleerde markt voegt geen specifieke risico's toe aan kleine ondernemingen. Ook geeft de omvang van het Nederlandse Loodswezen geen aanleiding om af te wijken van het niet gebruiken van een Small Firm Premium omdat de conclusie met betrekking tot het toepassen van de SFP geldt ongeacht de grootte van de onderneming. Tevens biedt een onderzoek naar andere toezichthouders in gereguleerde sectoren binnen Europa geen aanknopingspunten om voor het Loodswezen een SFP toe te passen. Bij het vaststellen van de vermogenskosten binnen de gereguleerde sector past het overgrote deel van de toezichthouders geen SFP toe.

19. ACM constateert dat de argumentatie van Boer & Croon in zijn advies om geen SFP toe te passen bij de WACC voor het Loodswezen ook opgaat voor de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Om die reden neemt ACM geen SFP op in de onderhavige WACC.

20. Met betrekking tot de gearing benadrukt ACM, zoals in randnummer 15 reeds is opgemerkt, dat het niet nodig is om aan te sluiten bij de hoogte van parameters van de Nederlandse drinkwaterbedrijven zelf. Voor het bepalen van de gearing voor efficiënt gefinancierde drinkwaterbedrijven bekijkt Brattle de gearing van met de Nederlandse drinkwatersector vergelijkbare bedrijven. ACM acht deze aanpak redelijk en passend binnen het wettelijke kader.

21. VEWIN merkt op dat de verlaagde gearing kan worden verklaard door de toename van de aandelenkoersen en de puntschatting voor de (op de aandelenprijs gebaseerde) *enterprisevalue* die Brattle hanteert. In het Brattle-2 rapport heeft Brattle een nadere toelichting gegeven op dit punt. Brattle is van mening dat juist de meest recente data voor de gearing de beste inschatting voor de toekomst oplevert. Dit komt onder andere omdat de huidige aandelenprijs de beste voorspeller is voor de toekomstige aandelenprijzen.

22. ACM constateert bovendien dat de uitkomst van Brattle voor de gearing (40%) consistent is met de bandbreedte die Moody's hanteert voor bedrijven om te kwalificeren voor een A-rating (40%-55%). ACM ziet daarom geen reden om af te wijken van de gearing van 40%.

23. VEWIN stelt dat de berekening die Brattle toepast in Brattle-1 in strijd is met de Drinkwaterregelgeving. De marktrisicopremie dient volgens de artikel 5 sub d van de Drinkwaterregeling gebaseerd te zijn op zowel historische als de toekomstgerichte cijfers. VEWIN betoogt dat Brattle zich uitsluitend baseert op historische informatie over de marktrisicopremie, waarmee de berekeningsmethode strijdigheid oplevert met het wettelijke vereiste. Bovendien is VEWIN van mening dat er een andere weging dient plaats te vinden tussen de historische en toekomstgerichte marktrisicopremie.

24. Volgens ACM is de conclusie van VEWIN gebaseerd op een onjuiste veronderstelling. De bepaling van de marktrisicopremie is wel degelijk mede gebaseerd op toekomstige ontwikkelingen. De marktrisicopremie is bepaald op basis van historische gegevens en op de toekomstverwachtingen, zoals toegelicht in bijlage I behorende bij het advies en in het Brattle-2 rapport.

25. Overigens is van belang op te merken dat de historische gegevens gebruikt worden als schatter voor toekomstverwachtingen, zodat ook op die manier de toekomstverwachtingen in de methode zijn verwerkt. Dit sluit aan op het gegeven dat de marktrisicopremie per definitie een ex ante grootheid is, dat wil zeggen betrekking heeft op het rendement dat beleggers verwachten te kunnen realiseren bij een bepaald risico. Dit wordt bevestigd in het Brattle-2 rapport.

26. Eveneens concludeert Brattle dat niet aan alle bronnen noodzakelijk een gelijk gewicht hoeft te worden toegekend. Brattle wijst erop dat de bronnen voor de marktrisicopremie op basis van toekomstverwachtingen meer onzekerheid kennen. Dit gaat ook op voor de 'ex-ante stated premium' onderzoeken waar VEWIN naar verwijst. Brattle ziet door de grotere betrouwbaarheid van de historische gegevens reden om meer gewicht toe te kennen aan deze historische gegevens. ACM verwijst hiervoor naar Bijlage I en naar Brattle-2.

27. VEWIN stelt dat de neerwaartse correctie van de historische marktrisicopremie enkel toegepast zou moeten worden op het rekenkundige gemiddelde van de marktrisicopremie. ACM is het oneens met deze stelling. De correctie die Dimson, Marsh en Staunton aanbevelen om toe te passen ziet op de 'ruwe' historische marktrisicopremie. Er is daarmee geen reden waarom deze niet ook op het meetkundig gemiddelde dient te worden toegepast. De zienswijze van VEWIN leidt daarom niet tot een wijziging van de marktrisicopremie in het advies van ACM.

28. VEWIN geeft in de notitie aan dat, om de statistische betrouwbaarheid van de bepaling van de bèta te vergroten, een grotere vergelijkingsgroep wenselijk is en dat daarbij wel op de statistische bruikbaarheid moet worden getoetst. VEWIN maakt in de zienswijze twee kanttekeningen bij de bepaling van de bèta. Ten eerste vindt VEWIN dat de bedrijven ELIA en REN uit de vergelijkingsgroep moeten worden verwijderd. Ten tweede vindt VEWIN dat de bèta moet worden gebaseerd op de ongewogen mediaan over de gehele vergelijkingsgroep.

29. In het Brattle-1 rapport is, mede naar aanleiding van de notitie van VEWIN, een vergelijkingsgroep van drie Europese waterbedrijven, twee Amerikaanse waterbedrijven en zeven Europese energiebedrijven samengesteld. Hiermee resulteert een grotere vergelijkingsgroep dan in de voorgaande reguleringsperiode. ACM acht deze vergelijkingsgroep voldoende groot om de bèta op te baseren. ACM benadrukt dat een identieke samenstelling van de vergelijkingsgroep in opvolgende WACC bepalingen geen doel op zich is.

30. Brattle heeft alle bedrijven in de vergelijkingsgroep (statistisch) getoetst aan diverse criteria. Hiervoor verwijst ACM naar Brattle-2. Alle in de vergelijkingsgroep resulterende bedrijven voldoen aan de gestelde criteria. Dit geldt eveneens voor ELIA en REN. Ook gaan de redenen die Brattle noemt om Athens Water Supply & Sewage te verwijderen uit de vergelijkingsgroep, namelijk de Dimson correctie die niet tot een voldoende resultaat leidt en de specifieke situatie in Griekenland, niet op voor ELIA en REN. ACM ziet daarom geen reden om ELIA en REN te verwijderen uit de vergelijkingsgroep.

31. ACM is het oneens met het standpunt van VEWIN dat de bèta moet worden gebaseerd op de ongewogen mediaan over de gehele vergelijkingsgroep. ACM vindt dat door een zwaardere weging toe te kennen bij een grotere representativiteit van de peers de betrouwbaarheid van de uitkomst van de bèta wordt vergroot. ACM verwijst hiervoor tevens naar Bijlage I. ACM acht Brattle deskundig om de weging te bepalen.

32. VEWIN is van mening dat de rente-opslag op een andere wijze en andere hoogte moet worden bepaald. Hiervoor geeft VEWIN verschillende argumenten. VEWIN is van mening dat door de relatief kleine omvang de Nederlandse drinkwaterbedrijven geen obligaties kunnen aantrekken. VEWIN merkt op dat met de uitkomst van de rente-opslag van 1,075% voor de waterbedrijven uit de referentiegroep in Brattle-1 niets wordt gedaan. Daarnaast merkt VEWIN op dat de rente-opslag lager uitvalt omdat een andere portfolio wordt aangehouden dan in de voorgaande periode. Tot slot geeft VEWIN aan dat om de rente-opslag te bepalen ook de obligaties van buitenlandse bedrijven moeten worden afgezet tegen de Nederlandse staatsobligaties, om in lijn te zijn met de risicovrije rente in de WACC. VEWIN concludeert dat de waarde van 1,075% als ondergrens moet worden gehanteerd.

33. ACM hanteerde in het advies over de vermogenskostenvoet drinkwaterbedrijven voor 2014 en 2015 de laagste waarde die resulteerde op basis van de vergelijkingsgroep en de index voor de bepaling van de rente-opslag. De reden hiervoor was dat de regulering van inkomsten van drinkwaterbedrijven is ingericht op basis van *cost-plus*, wat een lager risico meebrengt dan het risico voor de bedrijven uit de vergelijkingsgroep en de index. In het onderhavige advies weegt ACM mee dat de omvang van de drinkwaterbedrijven kleiner is dan die van de bedrijven uit de vergelijkingsgroep en de index. Om die reden gaat ACM bij het bepalen van de rente-opslag niet langer uit van de laagste waarde voor de rente-opslag.

34. De opmerking van VEWIN dat met de uitkomst van de rente-opslag van 1,075% voor de waterbedrijven uit de referentiegroep in Brattle-1 niets wordt gedaan is onjuist. De rente-opslag van deze waterbedrijven vormt, samen met de rente-opslag van andere netwerkbedrijven, de rente-opslag op basis van de vergelijkingsgroep van vergelijkbare ondernemingen met een single A-rating. Brattle heeft dit in Brattle-2 nader verduidelijkt.

35. VEWIN stelt dat de rente-opslag lager uitvalt omdat een andere portfolio wordt aangehouden dan in de voorgaande periode. ACM is het hiermee oneens. Brattle heeft in Brattle-2 nader verduidelijkt dat de daling in de rente-opslag het gevolg is van ontwikkelingen op de financiële markt en niet van een verandering in de portfolio. De hoogte van de *generic utility/industrial bonds* was in het vorige advies 1,12%, terwijl de hoogte nu 0,75% zou zijn. Op basis van de *individual bonds*, zoals Brattle in het huidige advies hanteert, resulteert een waarde van 1,02%. Overigens benadrukt ACM dat een identieke samenstelling van de vergelijkingsgroep in opvolgende WACC bepalingen geen doel op zich is.

36. ACM is het met VEWIN oneens dat om de rente-opslag te bepalen de obligaties van buitenlandse bedrijven moeten worden afgezet tegen de Nederlandse staatsobligaties. Het gebruik van de Nederlandse staatsobligaties bij alle (buitenlandse) obligaties zou tot vertekende resultaten leiden. Voor specifiek landenrisico van een buitenlandse

bedrijfsobligatie wordt dan niet gecorrigeerd en zou in de resulterende rente-opslag terecht komen. In Brattle-2 heeft Brattle dit nader toegelicht. Overigens is het ook methodologisch niet nodig om de voor de rente-opslag uit te gaan van alleen Nederlandse staatsobligaties, omdat de rente-opslag wordt toegepast bovenop de risicovrije rente.

37. Al met al concludeert ACM dan er in het advies rekening wordt gehouden met het risicoprofiel en de omvang van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Ook past het advies binnen het wettelijk kader. ACM ziet geen reden om de rente-opslag (verder) aan te passen op basis van de zienswijze van VEWIN.

3 Zienswijze VEMW

38. VEMW heeft eveneens een zienswijze op Brattle-1 ingediend. ACM gaat hieronder op de verschillende aspecten uit de zienswijze in.

39. VEMW constateert dat de rente-opslag is bepaald op zowel een referentieperiode van de afgelopen twee jaar als de afgelopen vijf jaar, waarbij de rente-opslag van de afgelopen twee jaar lager ligt. VEMW is van mening dat ACM er rekening mee moet houden dat de volatiliteit is afgenomen. De referentieperiode van de laatste twee jaar zou zwaarder gewogen moeten worden.

40. ACM verwijst met betrekking tot deze zienswijze naar methode zoals staat beschreven in de drinkwaterregeling, waar het gebruik van zowel de referentieperiode van twee jaar als van vijf jaar staat voorgeschreven. In de stelling van VEMW dat recent de volatiliteit zou zijn afgenomen, ziet ACM geen reden om de tweejarige referentieperiode zwaarder te laten wegen. Om die reden gaat ACM uit van het gemiddelde van de resultaten voor beide referentieperiodes. ACM verwijst hiervoor naar Bijlage I.

41. VEMW vindt met betrekking tot de bèta dat het opnemen van een beperkt aantal vergelijkbare bedrijven beter is dan het hanteren van een grotere groep met niet vergelijkbare bedrijven. VEMW vindt dat het risicoprofiel van de Amerikaanse drinkwaterbedrijven niet representatief is en daarom niet in de vergelijkingsgroep mogen worden betrokken. VEMW refereert tevens aan een uitspraak in Brattle-1 dat de huidige waarde van de asset bèta de echte asset bèta eerder zal overschatten dan onderschatten.

42. In reactie hierop stelt ACM dat de Amerikaanse drinkwaterbedrijven voldoende representatief zijn geacht om ze op te nemen in de vergelijkingsgroep. ACM is van mening dat de weging uit het rapport van Brattle ervoor zorgt dat er een goede balans bestaat tussen enerzijds de representativiteit en anderzijds het vergoten van de statistische betrouwbaarheid. Dit wordt beschreven en toegelicht in bijlage I behorende bij het advies.

43. VEMW pleit ervoor geen opslag te berekenen voor de financieringskosten. In het Brattle-2 rapport schat Brattle de kosten in op 0,15% zonder deze te onderbouwen. De consumentenorganisaties zijn van mening dat deze kostenpost op nul gesteld moet worden zolang geen inzicht bestaat in de werkelijke financieringskosten.

44. In reactie stelt de ACM dat financieringskosten bestaan uit de transactiekosten die drinkwaterbedrijven maken om tot (her)financiering komen en de vergoeding die ze daarvoor aan banken dienen te betalen. Uit eerdere studies van de ACM is gebleken dat de financieringskosten rond 10 en 20 basispunten liggen. De ACM kiest daarom voor de hoogte van 15 basispunten.

45. VEMW raadt het gebruik van de toekomstvoorspellingen voor de MRP af, omdat deze minder betrouwbaar zijn dan de historische gegeven en meer fluctueren. VEMW wijst op de MRP die het ministerie van Infrastructuur en Milieu heeft vastgesteld voor Schiphol. Deze is vastgesteld op 4%. De MRP is een waarde die voor voor alle sectoren gelijk is, waardoor het volgens VEMW voor de hand ligt om deze 4% ook voor de drinkwaterbedrijven te hanteren.

46. ACM volgt voor het advies aan het ministerie van Infrastructuur en Milieu de berekening van de MRP in het Brattle-2 rapport. ACM vindt dat Brattle de MRP zorgvuldig heeft berekend en is tevens van mening dat de berekening in lijn is met het bepaalde in de Drinkwaterregeling.